

乘风破浪“十四五” 再启投资新征程

虽身处“后疫情”时代，未来仍然显得模糊，但第十届“富国论坛”的盛大开幕，云集众多专家和机构的观点、激辩以及点睛，令众多投资者有拨云见日、醍醐灌顶之感。

5月28日，以“启航十四五，投资新征程”为主题，由富国基金主办、中国证券报特别支持的第十届富国论坛在余山举办。与会专家与学者围绕新形势下居民理财的“新风向”、中国经济“十四五”规划下的新格局以及碳中和下我国能源和经济结构转型路径等热点话题展开热烈讨论，并深度眺望了下半年资本市场的投资策略。一个主论坛，四个分论坛，让众多场内和场外的投资者们从不同的角度饕餮了最专业的投资指南，获得满满的“饱腹感”。

富国基金董事长裴长江在论坛上指出，2021年，世界进入了后疫情时代，全球经济共振复苏，在双循环战略的格局下，我国宏观经济总体向好，居民财富管理需求旺盛，迎接我们是财富管理前所未有的增量空间。“我们希望，通过聚焦十四五期间中国经济发展形势与资本市场的变革方向，同时放眼全球，展望世界经济格局下的新趋势、新动向，来更好地帮助投资人把握变局之下的大类资产的配置机遇。”裴长江说。

财富管理的新格局

种种迹象显示，中国居民日益旺盛的财富管理需求，正在重构财富管理行业的新格局。而这次重构中，公募基金行业，无疑是最大的受益者之一。但在后疫情时代，财富管理的新投向应该落子何处？

富国基金董事长裴长江表示，2020年是极不平凡的一年，全球百年未有之大变局加速演变，中国经济增长率率先实现由负转正。对于公募基金而言，2020年，公募基金行业规模和业绩迎来双丰收，富国基金作为老十家公募基金公司，牢牢地抓住了市场的机遇。截至2021年3月31日，公司共管理了公募基金198只，资产管理规模创新高，投资能力持续提升，投资业绩稳居行业的头部梯队。（数据来源：银河证券基金研究中心）

中金公司首席经济学家彭文生博士则认为，可以从三个视角理解数字经济。第一层，数字经济的核心层是半导体、信息技术、通信技术、智能硬件、软件等等。第二层是数字产业化，依据大数据所产生的新的商业模式、新的产业，最突出的代表就是平台经济。第三个层次是产业数字化，所有的经济活动都是受到数据、数字技术的影响，囊括工业、农业等各个方面。“数据的一个重要特征是非竞争性。非竞争性意味着，数字经济产品和服务在开发阶段有开发成本，一旦开发成功，它的扩张的边际成本几乎是0，由此导致数字经济模式赢家通吃。数字经济的发展对经济增长、对经济结构、对产业组织、垄断竞争、对国际贸易、收入分配等多个方面都有影响。”彭文生表示。

经济重构孕育新机

2020年突如其来的疫情，一度令经济活动陷入停滞。但随着疫情的缓解，后疫情时代，经济会发生哪些变迁？投资者又该如何应对这种变化呢？

彭文生指出，2020年的疫情冲击让一些经济活动停滞下来，随着疫情的缓解，经济面临重启的问题。彭文生认为，这次疫情冲击和一般的经济周期波动有三大不同：第一个特征是全球经济复苏机制有高度的同步性，疫情冲击后，中国复苏得比美国早、美国复苏得比欧洲早、欧洲复苏比印度早，但是它背后的驱动机制都是一样的；第二个特征是非对称性影响，传统经济受到比较大的冲击，数字经济加速扩张，高收入人群受到的影响相对比较小，低收入劳动密集型的服务业受到的冲击较大，金融行业基本没受影响，实体经济却受到冲击；第三个特征，就是政府对经济活动的干预增加。“这三个特征是思考未来几年从经济周期到经济结构变化需要重视的视角。”彭文生表示。

彭文生进一步指出，在全球经济复苏的过程中，去年货币超发后，美国的主要风险是通胀，中国的主要风险是债务。去年以来货币大幅增长，但货币创造的方式不同，美国将近一半是财政，中国主要是信贷。财政是政府的债务，政府的债务增加，私人部门企业和个人的净资产增加，收入增加，它对消费的促进作用大，带来的影响是物价上升。信贷是我们的债务，去年信贷的大幅扩张，带来今年的债务偿还压力。最近中美利差回落，因为美国的通胀上升、经济复苏强劲，它的长端利率在上升，而中国长端利率是基本上稳定。

彭文生还指出，疫情对经济结构产生冲击，经济结构将有一个重构，主要涉及数字经济和碳中和两个方面。

碳中和勾勒新蓝图

在中国经济乃至全球经济的未来，碳中和是绕不过去的关键词。彭文生提到，全球碳排放的目标已经明确，需要从绿色溢价这个概念出发去进行成本-有效性分析。绿色溢价就是绿色能源成本和化石能源成本之差，现在的绿色溢价是负的，意味着清洁能源成本高于化石能源成本，所以大家不愿意从煤炭、石油转化为光伏、风电等清洁能源。彭文生认为，促使大家从化石能源转化为清洁能源有三个手段：一个是技术进步，降低清洁能源成本；一个是某种形式的碳的价格，包括碳税、碳交易，形成碳排放权的价格；还有一个是社会治理。

“绿色溢价从2015年至今快速改善的背后是技术进步，包括光伏、电动汽车等等。可以想象20年以后，中国可能变为能源出口国，出口的是使用太阳能和风能的机器设备。我们估算未来40年，中国的绿色投资总需求达到140万亿元。靠绿色金融来推动绿色投资，关键点是绿色标准的制定和信息披露。”彭文生表示。

他同时指出，碳排放有几个挑战。第一个挑战是全局和局部的关系，碳排放的外部性是全局的，中国建设全国统一的碳交易碳排放市场，全国的碳排放可能是下降的，但是地区的碳排放变化可能是有差别的，南方更大的可能是卖碳排放权，北方的京津冀地区更大的可能是买碳排放权，由此导致，北方的京津冀等地区的空气污染和土壤污染会加重。还有一个挑战是效率和公平的关系，现在有不少的省对传统的化石能源行业较为依赖，未来将面临较为“痛苦”的能源转型，需要财政政策从中发挥作用。

国家气候战略中心学术委员会主任李俊峰则表示，碳中和推动了能源系统的转变，因为它能够控制温室气体中最容易控制的化石能源二氧化碳的排放。“碳中和首先推动能源的转型，能源转型中以电力转型为重点。其他领域，包括工业、建筑、交通，能够用电的尽量用电，不能用电的称之为难以替代的技术。这些或者用氢，或者用合成的化石燃料，或者碳普及的方式来解决这些难以实现电气化的这些系统的改革。”李俊峰表示。

李俊峰认为，碳中和最终要完成一种增长方式的转型。“近期以调整产业结构、能源结构为抓手，减少能源消费，并且要实现经济的高质量转型，为尽早达峰奠定基础。中期是发展资源能源脱钩的新产业为抓手，实现达峰之后的稳中有降。远期以碳中和为约束，推动高质量发展和高水平保护。大体上是这样，当然还有生活方式的转型，还有能源系统的转型。”

*市场有风险，投资需谨慎。以上内容不代表对市场和行业走势的预判，也不构成投资动作和投资建议，建议投资者根据自身的风险承受能力审慎作出投资决策。



“固收+，乘势而上”分论坛：关注通胀核心因素 优化资产配置结构

5月28日，在富国基金主办、中国证券报特别支持的“启航十四五，投资新征程”的第十届富国论坛“固收+，乘势而上”分论坛上，与会嘉宾分享了他们对于固收投资和“固收+”产品配置价值的观察和分析。

西部证券宏观首席分析师张育浩以“通胀、货币政策和固收市场投资策略”为主题发表演讲。

张育浩在演讲中，对于市场关心的通胀、经济增长以及货币政策等话题，进行了重点阐述。张育浩指出，全球通胀在今年全年都将处于一个高位，特别是美国的通胀，今年二季度因为基数效应，可能会看到年内高值，到三四季度会有回落，但是仍然处于高位。国内方面，随着经济尤其是内需持续复苏，叠加上游价格上涨，国内也将面临一定的通胀压力。但是，市场所担心的出现超级通胀，使得央行不得不提前加息的概率并不大，也就是说通胀过热的概率比较小。

张育浩总结指出，展望今年，美国实际GDP增速将达到近40年以来的新高，中国经济在下半年存在一些下行压力，主要集中在出口。货币政策方面，美联储可能率先而动，美债收益率下半年还有进一步的上行压力。国内债市方面，长端债券的利差偏低，或者说长债的性价比相对一般。在货币政策保持中性的前提下，长端利率的下行空间不会太大。未来国内债券市场面临的宏观环境就是波动率趋势性下行，因为整个宏观经济的波动率在回落。

富国基金固定收益投资部基金经理张明凯以“稳健至上，固收+的配置价值”为主题发表演讲。张明凯表示，充分发挥作为固收投资者自上而下对于经济周期判断能力的相对优势，在大类资产配置方向上做出判断，并结合组合自身定位，充分考虑负债端投资人的风险承受能力，综合评估在极端情况下组合可能承受的最大风险，尽量提升组合在未来一阶段获取正收益的概率水平。同时，固收+产品还要降低对组合的投资回报预期，适当将目光放置于更宽的维度，进而提升所选资产为组合提升正贡献的概率。

张明凯表示，在权益方面，固收+产品会以估值为基准，结合景气水平，动态衡量市场对于该资产的判断是否过热或者过冷，同时在不确定中选择更具有攻击性的投资产品。

富国基金固定收益投资部基金经理俞晓斌以“固本培元，行稳致远，2021年下半年固收增强策略展望”为主发表讲话。从权益市场看，俞晓斌建议关注碳中和概念，坚持“靠强者为王”的周期成长逻辑，选择出清行业中具有显著成本和管理优势的企业，重点关注国家战略新兴行业里面的偏上游企业。

在下半年的投资建议上，俞晓斌指出，整个权益投资可能是偏弱状态，建议保持中性略低配；转债方面，当前的性价比没有那么好了，就看大家挖掘Alpha能力；债券方面，维持中性研判，杠杆应该在货币政策不大收紧的情况下可以积极一点，但是债券主要吃票息，还是传统的“中庸”策略，即挖掘中高等级债券机会，聚焦中短久期机会。



量化投资分论坛：

ESG投资蓬勃发展 ETF工具大有可为

5月28日，在富国基金主办、中国证券报特别支持的“启航十四五，投资新征程”的第十届富国论坛“掘金ETF及港股市场投资”分论坛上，多位嘉宾分享了对于指数投资、ESG投资和港股市场投资的最新研判。

中证指数公司研究开发部总监赵永刚以“ESG投资在中国：价值与展望”为主题发表演讲。赵永刚指出，ESG投资是金融市场落实“碳中和”战略的一个很重要的抓手。第一，ESG投资提供了一个具有共识的可持续发展的框架。第二，ESG标准是可以复制的。第三，围绕着ESG整个理念和投资端打造了一个投资生态，既能给公司提供一个直观标准，又能通过指数发展基金产品。最后，ESG理念可以为养老金等长期资金提供一个投资工具。

赵永刚表示，从整个未来的发展来看，ESG投资如果想在境内蓬勃发展还有几个方面的期望：

第一个期望是中国的ESG标准在全球能够有影响力。第二个期望是上市公司在ESG信披方面可能有一个比较大的改善。第三个期望是有越来越多的投资机构能够践行ESG投资，践行ESG理念，从投资端发挥资本市场促进整个绿色产业的发展。第四个期望是通过ESG投资来促进我们整个绿色产业，促进整个碳中和战略的落实。

富国基金ETF投资总监王乐乐以“制胜2021，ETF发展与策略”为主题发表演讲。王乐乐表示，ETF是一类优质的投资工具，让投资变得更加简单，不用去盯具体公司的详细情况，只要把握好方向、大趋势，或会带来比较不错的收益率。从长期投资角度来看，未来可以在优质赛道里按照节奏去布局。投资的过程中需要关注盈亏比。中国资本市场，尤其在这样一个经济增速逐渐下台阶的过程中，龙头股核心集中度在提升，带来非常大的分化。在此环境下，借道ETF进行资产配置是一个不错的选择。

权益投资分论坛：

乐观拥抱优质上市公司

5月28日，在富国基金主办、中国证券报特别支持的“启航十四五，投资新征程”的第十届富国论坛“权益投资大时代”分论坛上，富国基金权益研究部总经理陈杰、富国基金权益投资部基金经理唐颐恒、富国基金权益投资部基金经理厉叶森分享了对于今年权益市场的专业研判。

其中，陈杰以“2021年下半年A股市场投资策略”为主题发表了演讲。陈杰指出，影响市场的因素有三个：盈利代表基本面，利率代表的是流动性水平，风险偏好代表的市场情绪。具体来看，第一，盈利虽然一季度见顶，但是全年是高增长的。第二，利率虽然今年可能会再会往上回升，但因为盈利改善趋势很强，所以基本面改善幅度会高于流动性收紧幅度。第三，风险偏好还有非常大的上升空间。所以，陈杰对市场还是保持在一个比较乐观的判断。

从行业配置角度看，陈杰认为，第一，短期以金融地产为主的低估值行业仍然有估值修复的空间；第二，部分核心资产面临着估值高企的风险，但从长期的角度看，白马股和龙头公司仍然是有非常强的投资价值；最后，长期来看，符合国家产业转型风向的成长性行业也值得关注（如5G应用、半导体等行业）。

富国基金权益投资部基金经理唐颐恒以“大资管时代下的权益投资”为主题发表演讲。唐颐恒表示，第一，从企业盈利角度来看，今年是中国率先走出疫情，全球逐步走出疫情，企业盈利是向上的，且正值补库存周期。第二，从流动性角度来看，虽然从去年的下半年就开始进行流动性的边际收紧和信用的边际收紧，但并非踩刹车，只是一个边际收紧，未来可能保持区间波动。第三，市场风险

五大首席激扬后市：

下半年A股风险与机遇并存

5月28日，在富国基金主办、中国证券报特别支持的“启航十四五，投资新征程”的第十届富国论坛圆桌讨论上，多位嘉宾分享了十四五的投资机遇和下半年市场投资的最新研判。

对于大宗商品未来的价格趋势，东吴证券全球首席策略官陈李表示，在三到六个月内大宗商品价格之所以可能还会继续下跌的原因，来自于4个方面：第一，社会库存明显较高，除了铜以外，其他的比如原木、橡胶、铝，库存都处在历史较高水平。第二，商品期货的投机氛围较为浓烈。第三，从供求来看，印度疫情的蔓延，实际上是延迟了大家对经济复苏的一个预期。最后，美元指数回升遏制了大宗的上涨。

广发证券首席经济学家郭嘉宝把大宗商品价格上涨因素总结为三个错位、三个共振。三个错位分别是：疫情之后的经济，需求好转的速度是快于供给的错位；消费国的打疫苗的进度、经济恢复的速度是快于资源国的错位；未来的五到十年，由于碳中和的存在，供给收缩的速度是快于需求扩张的错位。三个共振分别是：疫情后经济恢复的一个共振；中美房地产周期的共振；中美货币周期的共振。

对于核心资产的投资机会，安信证券首席策略分析师陈果表示，茅指数和核心资产是两个词，茅指数固定一些公司，而核心资产一直在变化。后疫



富国基金海外权益投资部基金经理赵年坤以“低估值vs新经济，港股怎么配”为主题发表演讲。赵年坤表示，从长期方面看，公募基金对港股的配置比例不断上升，在公募基金大扩容的背景下，港股流动性提升、流动性折价收窄，尤其是消费、医药和科技等赛道。此外，伴随着人民币的升值，整个港股市场估值吸引力或进一步增强，海外资金也在不断流入香港市场。

围绕港股市场的投资机会，赵年坤认为，港股市场在三大领域具有优势。首先是互联网行业，内地市场最大的互联网企业几乎都在港股上市，尽管年初遭遇了一些监管的风险，但一些公司已经体现出了价值；第二是港股在服务业消费（比如物业，教育和博彩）和生物科技领域存在稀缺性标的，投资者可以通过选股获得alpha；第三，从长维度看，比较好智能汽车渗透率快速提升带来的行业性机会。

偏好处于中间位置。

唐颐恒认为，经过过去两年的大牛市，很多公司的估值不便宜，今年要降低收益率预期。要赚盈利增长的钱，业绩持续超预期的公司有望获得超额收益。同时，在今年货币和信用边际收紧的情况下，选股时更要提高对质量的要求。坚持质量和成长，在今年这个高波动市场，多一些逆性思维，同时组合更均衡一些，估值更严格一些。中长期角度，精选出竞争力强大、高壁垒、业绩增长可持续且估值成长性匹配的优质公司，陪伴成长、长期持有，是获取组合长期收益率的源泉。

富国基金权益投资部基金经理厉叶森以“和优秀的公司在一起，拥抱长期成长的产业浪潮”为主题发表演讲。厉叶森表示，其投资理念是在肥沃的土壤里面去耕耘，拥抱长期成长的产业浪潮，投资厚雪长坡，势不可挡的时代趋势。在其看来，成长的行业有很多，包括云计算、半导体、医疗消费、新能源等，则则主要聚焦在碳中和、中国制造、生物医疗和大消费4个领域。

“许多优秀的企业，它们的成长就像一棵树的长大，一棵树在从一颗小树苗慢慢的生根、长枝叶、发芽、开花、结果。”厉叶森说道，“比如ROIC这个衡量企业长期价值的指标，长期看需要靠利润率和周转率的提升；那么优秀的企业，就会通过收入增长、成本控制、品牌铸造来提升利润率，又通过新的产品、新的技术、新的品牌来实现收入增长等等；他们在每个方面的坚持和努力，最终会让他们自己长成一棵参天大树；我们和这些优秀的企业在一起，就是拥有长期成长行业里最有价值的资产，通过这些优秀的企业和企业家的努力，一起为基金的持有人创造良好的长期回报”。

情时代是一个极端有利核心资产的环境，就是极其宽松的流动性，同时面临巨大的不确定性，这个溢价容易达到高峰，因此如果把核心资产作为来引导A股市场的投资策略的话，在短期内没有太大的意义。在中期的角度，估值回归，核心资产盈利具有确定性，具备一定的研究意义，但在长期来说，变动太多，核心资产的意义又丧失了。

对于未来半年中国经济趋势结构性的亮点，华创证券首席宏观分析师张瑜表示，整个下半年来说看好三个：一是制造业向上；二是地产虽然下行但其斜率会比较有韧性；三是整个服务业的修复和低端消费的修复。

申万宏源证券首席策略分析师王胜表示，长期对市场是非常乐观的，但三季度要注意信用环境的阶段性变化。整个市场更大的结构性的问题不是源自于指数本身的涨跌，而是源自于结构性的风险与机会。总体上看，三季度A股可能还有再次下行的动力，同时债券熊市仍未结束，所以利率的再次上行，是下半年值得我们关注的一个结构性风险。

*市场有风险，投资需谨慎。以上内容不代表对市场和行业走势的预判，也不构成投资动作和投资建议，建议投资者根据自身的风险承受能力审慎作出投资决策。